

24 novembre 2012

Bassa Finanza

VISIONI DAL PIANO TERRA.

*La speculazione è il tentativo di trasformare una piccola somma in una fortuna.
L'investimento è il tentativo di impedire a una fortuna di tramutarsi in una piccola somma.*
Fred Schwed Jr.

*Investire in qualcosa di cui non si conosce bene il funzionamento equivale a correre attraverso una
fabbrica di dinamite tenendo in mano un fiammifero acceso. Anche se si sopravvive, si resta degli idioti.*
Joel Greenblatt

*Nessuna legge dice che devi sempre essere investito in qualcosa, checché ne dica il tuo
bancario/consulente di fiducia.*
The Madhedgefundtrader

www.bassafinanza.com

© 2010-2011-2012 **Bassa Finanza** Le informazioni pubblicate non devono essere considerate una "sollecitazione al pubblico risparmio" né una promozione di alcuna forma di investimento né "raccomandazioni personalizzate" ai sensi del Testo Unico della Finanza, trattandosi unicamente di informazioni standardizzate rivolte ad un pubblico indistinto (cfr. art 69, comma 1, punto c, Regolamento Emittenti Consob e Considerando n.79 della direttiva Mifid 2006/73/CE) al fine di offrire un mero supporto informativo e decisionale agli utenti e agli abbonati mediante l'elaborazione di un flusso informativo di dati, notizie, ricerche e analisi. Proprio perché le raccomandazioni fornite non possono intendersi personalizzate rispetto alle caratteristiche del singolo utente, potrebbero non essere adeguate rispetto alle conoscenze ed esperienze, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento del singolo utente, che infatti non sono stati presi in considerazione e valutati.

PRECISAZIONI SUI PORTAFOGLI COLORATI (E altre amenità)

Ci sono due modi di conquistare e dominare una nazione. Uno è con la spada. L'altro è con il debito.
John Adams

Da quando ho scritto l'ultima newsletter, pochi giorni fa, sento il bisogno di spiegarmi meglio. Ho come la sensazione di non essere stato abbastanza chiaro sui Portafogli Colorati, le posizioni, la loro gestione... Già, perché come la maggior parte dei lettori ormai sa, Bassa Finanza non è un sito di chiacchiere & opinioni, ma si cerca invece di andare al sodo, motivo per cui esistono dei Portafogli di investimento concreti.¹

Così, mentre i mercati soporiferi del “tutto si risolve, piano piano” ci cullano in questa ipnosi di massa, vorrei ribadire alcuni concetti. Il primo è che siamo fritti. Lo dico per i duri di orecchie e gli ipnotizzati. Nell'ultima newsletter (*SNAFU – Situation Normal All Fucked Up*)² ho riportato un po' di numeri carini relativi alla progressione del debito pubblico Usa. A giudicare dalle reazioni, oltre alle consuete cancellazioni causa catastrofismo, qualcuno si dev'essere destato, chiedendosi se per caso i media (in genere) ci stiano prendendo un po' per i fondelli. Allora, prima di venire ai Portafogli, ecco qualche altro numerino.

¹ I Portafogli Colorati, le cui logiche di costruzione vi invito a rivedere nell'apposito articolo in area riservata del sito. Naturalmente le indicazioni dei Portafogli non costituiscono una consulenza personalizzata, in quanto rivolte a un pubblico indistinto.

² Una frase che viene dal gergo dei militari Usa durante la seconda guerra mondiale. Quando dal comando chiedevano via radio “Com'è la situazione!?” , quelli al fronte, nel guano fino al collo rispondevano “SNAFU”, tanto per stringere i tempi (che bombe e pallottole imperversavano e cazzeggiare o chattare era malsano). Il che significa Situation Normal All Fucked Up: “Un situazione tranquilla è andata in malora e siamo fott...” oh, scusate. Beh, sintetizziamo anche noi: “Siamo fritti”.

Prima di tutto ricordiamo cos'è un trilione, questo strano numero ormai comune nelle cronache ipno-salvifiche. Un trilione corrisponde a mille miliardi. Ognuno di noi può indebitarsi per un trilione: è sufficiente spendere (o indebitarsi per) un milione al giorno tutti i giorni dell'anno per 2700 anni. Praticamente dai tempi di Romolo e Remo.

Per raggiungere il primo trilione di debito pubblico gli Usa ci hanno messo 193 anni, dal 1789 al 1981. Poi, sentendosi forse un po' lenti, hanno cominciato ad accelerare. Nei 20 anni dal 1981 al 2001 hanno accumulato altri 5 trilioni. Dopodiché ecco la crescita esponenziale: nei 10 anni successivi (dal 2001 al 2011) hanno aggiunto altri 10 trilioni.

In pratica, dal 1981 a oggi il debito Usa è aumentato del 1560%, mentre la popolazione è cresciuta solo del 35%. Un trend virtuoso. SNAFU, appunto (e ci sono alte colorite sigle, di cui magari parlerò in seguito).

Un trend che vale praticamente per tutto il cosiddetto mondo sviluppato, dove negli ultimi 10 anni l'incremento annuo del debito è stato del 10,7%, contro l'1,2% della popolazione e 3,9% del Pil.

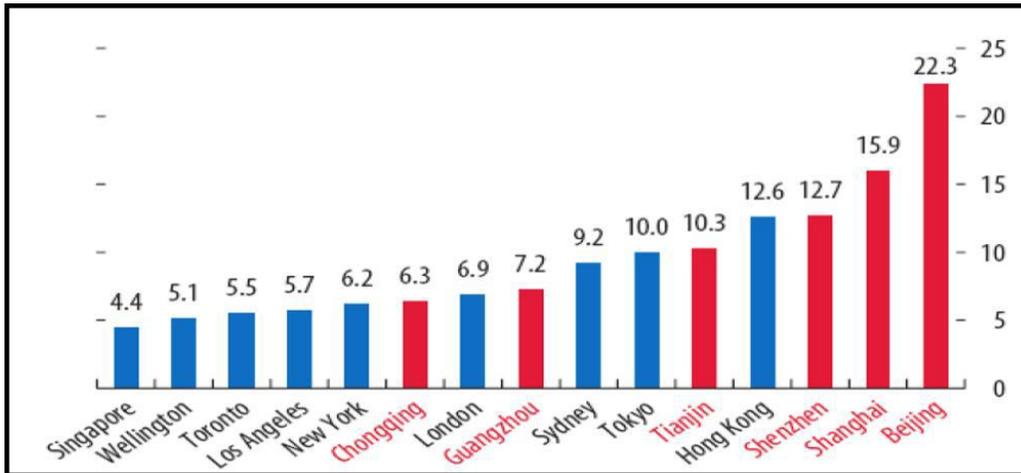
A questo punto qualcuno potrebbe chiedersi: ma se la "crescita" degli ultimi decenni è stata finanziata dal debito, chi è il creditore? Ovvio, la Cina in primis. E il Giappone. In pratica funziona così: negli ultimi decenni il meccanismo della globalizzazione si è accelerato e in particolare negli ultimi 10 anni ha preso un trend esponenziale (di pari passo con l'incremento del debito). A partire dalla fine 2001, mentre tutti guardavano gli infiniti replay delle scene delle Torri Gemelle, negli uffici della World Trade Organization veniva rimossa – in punta di piedi - ogni barriera e restrizione al commercio dei cinesini, consentendogli finalmente di inondare il pianeta con i loro prodotti di qualità. Così, ad esempio, il consumatore Usa poteva finalmente comprare tante belle cose a prezzi accessibili, ovviamente indebitandosi sempre più. La Cina ha quindi accumulato enormi guadagni (le cosiddette riserve valutarie, derivanti dal commercio con l'estero), che ha usato in buona parte per fare credito agli Usa, comprando il loro debito pubblico (i titoli di stato). Non so se è chiaro. Provo un riepilogo.

La Cina inonda il mercato di ninoli. La gente in Usa (ma ovviamente anche nel resto del mondo) compra e si indebita e si sente ricca, ma alla fine, abituata a consumare e basta, non produce più nulla. L'economia Usa rallenta (che ormai produce solo hamburger e derivati subprime), le entrate statali diminuiscono, e quindi lo stato deve indebitarsi sempre più per mantenere l'esercito, i bonus, le pensioni etc. e chiede prestiti alla Cina (emettendo titoli di stato). Quest'ultima diventa il suo maggior creditore, utilizzando i guadagni della vendita dei ninoli agli Usa per comprare i titoli di stato Usa.

Un circolo virtuoso come si vede. Cosa mai potrebbe andare storto?

Oh, beh, intanto potremmo avere qualche piccola bolla immobiliare cinesina, di quelle che quando fanno il botto si sente ovunque. Ecco quanti redditi annui medi sono necessari per comprarsi una casetta, in varie città nel mondo (quelle rosse son cinesi):

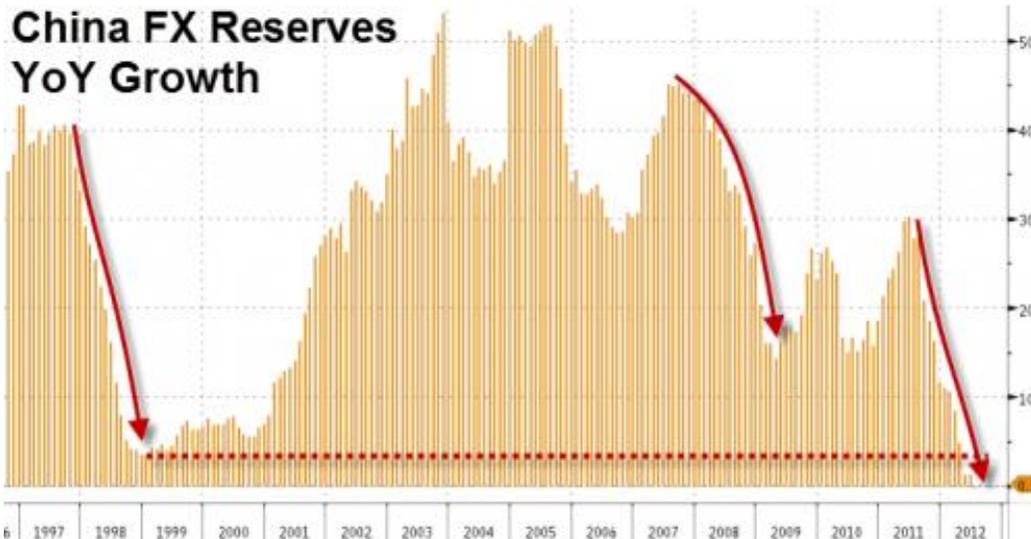
RATIO OF HOME PRICES TO ANNUAL INCOME IN SELECTED CITIES, 2011



Source: IMF, Global Stability Report, Albert Edwards, Societe General

Non so se è chiaro: a Tokyo (una città cara) ci vogliono dieci volte il reddito annuo medio per comprare casa. A Shanghai 16, a Pechino 22. La famigliola di pechinesi con 20.000 euro di reddito ne dovrebbe spendere 450.000 per comprarsi una casetta media.

Nel frattempo, dal 2008 le riserve valutarie dei cinesi (i guadagni della vendita dei ninnoli al resto del mondo) presentano un trend di crescita tendente a... sotto zero. Evidente la gente compra meno ninnoli:



L'ultima volta che le riserve valutarie cinesine sono cresciute meno del 10% l'anno è stato subito prima dello scoppio delle bolle di Borsa del 2000.

Dopodiché, come si vede bene nel grafico, a partire dal 2001 il tutto è stato rigonfiato ad arte da Banche Centrali (abbassamento dei tassi) e World Trade Organization (libero commercio di ninnoli).

Ora però, se la Cina non guadagna più, che la gente compra meno ninnoli, chi finanzia gli Usa e il resto del mondo "sviluppati" sempre più affogato nei debiti per mantenere il "tenore di vita" dei boom? Chi comprerà i loro titoli di stato?

Il Giappone? In effetti il paese del Sol Levante è uno dei maggiori detentori di Titoli di stato Usa. Solo che anche lì hanno ormai qualche problema. Per essere un po' più precisi sono giunti e hanno ormai scollinato il punto di non ritorno. Il loro debito pubblico ha raggiunto la cifra di 1 quadrilione di yen (circa 10 trilioni di euro). Cerco di dargli un contesto. Il Giappone ha circa il doppio della popolazione italiana, ma il quintuplo del suo debito pubblico. Oppure, in termini percentuali: il rapporto debito/pil è praticamente doppio rispetto a quello già astronomico italiano. Utilizzando questi parametri si potrebbe dire che, al confronto, la Grecia è un paese virtuoso e morigerato. Continuo a dare i numeri.

Un quadrilione (di yen) sarebbe un 1 seguito da quindici volte 0. Ma non ci dice un granché. Allora proviamo a contare: 1, 2, 3, 4, 5... Un numero ogni secondo e in un minuto siamo a 60, in un'ora siamo a 3.600. Per arrivare a completare un quadrilione ci metteremmo 32 milioni di anni. Provateci...

Il debito pubblico nipponico rappresenta ormai una cifra pari a 20 volte le entrate dello stato. Come se una famiglia dove si guadagnano 20.000 euro l'anno avesse un debito di 400.000 euro. Quando lo ripagherà? La risposta è semplice: MAI. Non ci riuscirebbe neanche se usasse tutti i 20.000 euro per 20 anni (impossibile perché significherebbe smettere di mangiare vestirsi, pagare le bollette, etc.): sarebbe un inseguimento inutile, perché nel frattempo gli interessi farebbero comunque lievitare il debito pregresso. Allora bisognerebbe guadagnare di più, molto molto di più, e non contrarre nuovi debiti. Ma il Giappone sta invecchiando, come tutto l'occidente, e più che guadagnare (e risparmiare) spende e consuma le riserve: nel 2011 in Giappone la vendita di pannoloni per anziani ha superato quella dei pannolini per bambini.³

Quindi il Governo Nippon non solo non è più in grado di comprare titoli Usa come prima, ma non sa più neanche come fare a convincere la gente a comprare i propri (i JGB, Japan Government Bond). Come interpretare altrimenti iniziative dall'aria disperata come la campagna pubblicitaria del Governo che cerca di allettare i maschi dicendo che le donne preferiscono gli uomini che comprano i bot:

³ <http://www.bloomberg.com/news/2012-05-09/elderly-at-record-spurs-japan-stores-chase-1-4-trillion.html>

"Japanese women are seeking men who invest in government bonds, according to an advertisement being run by the Ministry of Finance..."⁴

Quindi, riepilogando, abbiamo nel mondo "sviluppatissimo" un debito in crescita esponenziale ma contemporaneamente i creditori storici, quelli più importanti si stanno ritirando.

In Europa, grazie alle brillanti menti dei Van Quilcosa, si stanno attrezzando con un semplice efficace meccanismo per affrontare il problema. Per dirla con Kyle Bass, gestore con lingua tagliente:

"La Bce compra i bond delle banche insolventi, così le banche possono a loro volta comprare i bond degli stati insolventi. Il tutto tenuto a galla dai vari Fondi di Stabilità (ESM) che si fanno prestare soldi dagli stessi governi senza soldi per comprare i titoli di stato di quei governi". Sembra uno scioglilingua.

La bolla dei bond è quindi ormai epocale, di dimensioni astronomiche. Nel senso che il botto si sentirà fino a Giove. Anche perché, con i tassi tenuti a zero da questo meccanismo di finta domanda, il mondo è disperatamente alla ricerca di rendimenti e compra qualunque cosa. Anche le ciofeche tossiche, purché ci sia una cedola. Tanto il pensiero ormai dominante è che "la situazione è sotto il controllo delle Banche Centrali. Ci pensano loro".

Kyle Bass la vede un po' diversamente:

"Sono convinto che alla fine i mercati si riapproprieranno di queste dinamiche, levandole di mano ai banchieri centrali. Questi eventi avverranno con una tale rapidità che i regulators non riusciranno a reagire abbastanza in fretta".

Ed è in quest'ottica (speculativa) che abbiamo una posizione di azioni giapponesi nel Portafoglio Bolla Fucsia (quello speculativo, appunto⁵): via via che la situazione economica e di bilancio si deteriora, potrebbe esserci una fuga dai bond nipponici verso le azioni, specialmente da parte dei grandi investitori, alla ricerca di rendimenti. E specialmente con uno yen che, prima o poi, si indebolirà. Ecco perché abbiamo un fondo azionario su titoli giapponesi (piccole aziende) ma con il cambio euro/yen coperto (cioè "sterilizzato": se lo

⁴ <http://www.bloomberg.com/news/2010-06-09/women-prefer-men-holding-government-bonds-japan-finance-ministry-ad-says.html>

⁵ Per le logiche sottostanti ai colori dei vari Portafogli vi rimando all'apposito articolo in area riservata del sito.

yen inizia a scendere nei confronti dell'euro, non dovrebbe danneggiare l'andamento del fondo). Ora che sono arrivato ai Portafogli, vorrei prima di tutto cercare una visione generale che guidi le scelte di investimento nel famoso capitolo "Dopo i discorsi, ora che si fa?"

Direi che oggi ci sono principalmente due scuole di pensiero:

1 – Siamo fritti, ma i Governi e i Banchieri Centrali hanno tutto sotto controllo e ci salveranno continuando a pompare soldi nel sistema, così tutto salirà ancora per un bel po'.

2 – Siamo fritti, e decenni di eccessi e investimenti sbagliati (stimolati dal debito facile) verranno smontati a livello globale (deleveraging) e tutto si congelerà progressivamente (deflazione), scricchiolando paurosamente. Del dopo è meglio non parlare.⁶

A dire il vero ci sarebbe anche una terza scuola di pensiero, ma è quella seguita dai F.lli Boscoli, quella degli investimenti fatti con il senno di poi: quando sale si vede. Purtroppo non mi sento all'altezza di seguirla.

I fautori della prima scuola di pensiero (sono parecchi) sono scatenati a comprare di tutto un po': azioni e obbligazioni più o meno rischiose, nella convinzione appunto che le banche centrali hanno il giochino sotto controllo. Tutto sale, e quindi hanno ragione.

Per chi propende invece per la seconda visione, rimangono ben poche cose da fare. Sostanzialmente, l'ideale sarebbe un portafoglio composto di gold e cash. Una cosa piuttosto banale e noiosa, mi rendo conto. Il gold serve per mantenere il potere d'acquisto, il cash per attutire la volatilità del primo ed essere pronti per eventuali occasioni d'acquisto che si presentassero. Già è abbastanza difficile riuscire a comprare quando tutto crolla, figurarsi poi se uno in quei momenti ha anche il portafoglio massacrato perché troppo rischioso (cioè con poco cash).

Ad esempio, uno dei titoli migliori che abbiamo, Anheuser-Bush Inbev (nel Portafoglio Giallo) deriva proprio da un'occasione di acquisto ben sfruttata. Si tratta di una delle più grandi produttrici mondiali di birra, con marchi come Becks, Budweiser, Stella Artois e una miriade di altre marche in Sudamerica, Cina, etc. Ho aspettato quasi un anno, perché il prezzo era sempre troppo alto e non si decideva a scendere. Poi, nell'estate del 2011 ci sono stati un bel po' di crollati in Borsa che hanno coinvolto anche lei con un -20%. A quel punto, con un po' di tremarella, ho comprato. La tremarella però è stata troppo forte per farmi comprare anche

⁶ Lo scrivo qui piccolo, sperando che lo leggano in pochi. Ci si potrebbe aspettare: default vari e/o iperinflazione, o un mix dei due. Comunque sia, avremo una brutale perdita del potere d'acquisto, con conseguente impoverimento generalizzato. E ciò che ne consegue.

l'altro titolo che inseguivo, Weyerhaeuser, azienda americana di quelle che possiedono foreste e legname. Anche quella sembrava non voler mai scendere, poi, sempre a cavallo fra luglio e agosto del 2011, in una ventina di giorni è precipitata del -40%. Non ce l'ho fatta a comprarla (quando un titolo fa -40% in un mese si tende a pensare che la fine del mondo è vicina) e mi sono perso il successivo rialzo costante (e con sberleffi) del +60% a oggi. Bravo, vero? Quando sale si vede.⁷ Un giorno magari scriverò un articolo solo sui miei errori, quelli clamorosi, o divertenti, o dolorosi. Così me li ricordo e li focalizzo. Cercando di seguire il consiglio di un grande investitore, le cui parole vorrei stamparmi in fronte:

Non lo ripeterò mai abbastanza: ciò che separa un bravo investitore da uno pessimo è che il primo è rapido ad ammettere i propri errori, non gli dà il tempo di diventare Grandi Errori e se possibile li usa per imparare la lezione.

Comunque, l'esperienza delle due azioni di sopra mi rafforza nella convinzione che avere il cash e aspettare i prezzi buoni (anche con tremarella) può dare grandi risultati. Per fortuna, io non ho bisogno di essere iper attivo, correre di qua e di là sventolando report, grafici e proposte di investimento vincenti & allettanti, che sennò non giustifico la mia esistenza.

Naturalmente sappiamo che il cash non rende praticamente niente. In questo momento non lo trovo un problema essenziale. Con i tassi praticamente a zero, avere un rendimento significa comunque esporsi a un rischio. Inoltre, la convinzione diffusa (e sbagliata e fuorviante) che i grandi abbiano tutto sotto controllo, fa sì che i rendimenti (ad esempio dei bond bancari o corporate) non siano assolutamente all'altezza del rischio che si corre. Secondo me, of course.

Ecco perché nel Portafoglio Azzurrino, abbiamo creato (lo scorso dicembre) il Portafoglio Materasso: la cui logica non è "quanto rende" l'investimento, ma quante probabilità hai che "ti rendano indietro" i tuoi soldi. Non so se mi spiego.

A proposito, nel Portafoglio Materasso è scaduto il 15 novembre il Treasury Usa, il bot in dollari insomma. A causa del cambio chiudiamo la posizione con un -3%, ma considerando che i "bot" Usa precedenti, comprati il 6/12/2011, erano scaduti a luglio con un guadagno del +9,4% (sempre per effetto del cambio), Azzurrina non si lamenterà di aver guadagnato oltre il 6% in meno di un anno.

⁷ Alla fine ho deciso comunque di entrare nel settore alberi & foreste, ma con altri due titoli, che la Weyerhaeuser era salita davvero troppo per i miei gusti (vedi Newslettera del 13/11/2012).

Tornando alle linee generali dei Portafogli, naturalmente mi sento portato a seguire la scuola di pensiero del cash & gold.

Il cash, con qualche variazione: corone norvegesi, corone danesi (la cui logica per l'acquisto è spiegata in BF del 18/8/2012) con i fondi Nordea nei Portafogli giallo e Verdolino, e cash in dollari nel Portafoglio Giallo con lo strumento chiamato DB-X Fed Funds.

Su come investire in gold si potrebbe scrivere un libro. Nei Portafogli uso gli Etc, questi simpatici strumenti trattati in Borsa che replicano l'andamento del prezzo dell'oro. Con un clic compri e vendi, proprio come le azioni. Il fatto è che sono un modo *comodo* per beneficiare dell'incremento di prezzo dell'oro, ma non sono il modo migliore per investire in oro. Ci sono modi migliori, ma più *scomodi*. Comprare oro fisico non è così semplice: bisogna trovare il posto giusto, il prezzo giusto, la forma giusta (lingottini?, monetine?, e quali?); poi decidere cosa farci: lo metto nella mitica cassetta di sicurezza, che è assicurata in genere per cifre irrisorie? E se poi - sventura! - viene la banda del buco? Allora, dove lo metto?

Oppure ci sono altri modi, più comodi per un verso, come l'acquisto di quote di Fondi specializzati semplicemente nel detenere lingotti per te. Solo che poi sono scomodi perché, essendo magari canadesi o svizzeri, richiedono una serie di adempimenti fiscali che non posso qui chiedere ad esempio ad Azzurrina. Ecco perché, per il momento (ripeto: *per il momento*) mi limito ad usare gli Etc nei Portafogli di Bassa Finanza. Anche perché la situazione di ogni lettore è ovviamente unica e dare un consiglio specifico in questa sede è impossibile.

Ad ogni modo, intorno a cash e gold (e un po' di silver) aggiungo qualche azione, nel caso mi sbagliassi e le Borse continuassero a salire per l'eternità. Così abbiamo il petrolio della Total (che non sta dando particolari soddisfazioni); la grandiosa cioccolata della Hershey, sulla quale abbiamo appena effettuato quella rara operazione (possibile una volta superato il +100%) di portare a casa il capitale iniziale e lasciare investita solo la parte di guadagno. Una soddisfazione particolare, anche perché la Hershey è stata comprata proprio quando una grande e blasonata banca d'affari (con tutti gli analisti e strategist con pedigree) suonava l'allarme con report negativi sul titolo e un target price a 32 dollari... sbagliando solo del 120%, visto che oggi il titolo si aggira sui 71 dollari (vedere BF del 31/1/2010).

Poi c'è la Becton Dickinson, mega azienda leader mondiale nella produzione di aghi per siringhe da insulina, un tema quello del diabete che purtroppo è in costante aumento. Poi un fondo che investe in azioni del settore acqua (Sarasin sustainable Water), uno nella biotecnologia medica (Biotech Discovery), le azioni africane... E

via così (maggiori informazioni le trovate nel numero della Newslettera dove si effettua l'acquisto; la data dell'acquisto la trovate nei Portafogli Colorati, alla fine delle Newslettere).

Oltre a cash & gold e un po' di azioni, aggiungo anche un po' di bond, nel caso che la bolla dei bond continuasse a gonfiarsi... Ecco quindi i fondi che investono in obbligazioni diversificate in giro per il mondo: Tempeton Global Bond e Global Total Return (la versione un po' più rischiosa), poi Aberdeen Asian Bond e Russell Global Bond. Non stiamo parlando di un parcheggio obbligazionario tranquillo con le cedoline, ma di investimenti che in alcuni casi possono oscillare tranquillamente del 10% e più. E' bene chiarirlo prima, perché ho il sospetto che Bottavio pensi che siano un'alternativa più redditizia ai cari vecchi bot. Ma non è così: sono cose completamente diverse.

Per la gestione delle posizioni e del rischio si utilizza il Trailing Stop (indicato come TS nei portafogli). Un paio d'anni fa ho scritto un articolo per spiegare di cosa si tratta. Lo trovate nell'area riservata del sito, ma lo ripropongo qui per fare prima:

-29.12.2010

IL TRAILING STOP E I F.LLI BOSCOLI

Come non vaporizzare i guadagni

Lo so, lo so: quando si parla di investimenti, tutti vorremmo trovare quelli con cui si guadagna tanto, ma con poco rischio. E che siano prontamente liquidabili, nel caso trovassi il garagino da comprare per metterlo a rendita (che poi magari rimane sfitto e massacrato di tasse).

Sarà forse per questo che, dopo un po' che parlo di investimenti con qualcuno mi guarda un po' strano. Infatti, dopo aver dipinto scenari più o meno agghiaccianti – dai derivati all'indebitamento degli stati – concludo con la frase di rito (per me): "Lei quanto è disposto a perdere?"

In effetti non sono un granché dal punto di vista commerciale. In questo campo hanno molto più successo quelli che dipingono scenari rosei e grafici sempre al rialzo. Eppure una delle principali cause di disastro nell'investire è che non si è deciso prima quanto si è disposti a perdere. Dev'essere una questione psicologica: l'idea non è piacevole. Ma, quando le cose non vanno come sperato, se non si ha una exit strategy (una via di fuga) stabilita *prima*, ci si può trovare a osservare con orrore il proprio capitale che si liquefà, assieme ai ceri accesi per pregare che risalga.

E' matematico: se uno perde non vende; aspetta e spera che il titolo risalga. Se invece guadagna un po', vende subito; e poi vede il titolo che decolla in lontananza. Sì, in genere si tende a fare l'esatto contrario di ciò che andrebbe fatto. Pare che tutti si concentrino sul momento del *buy*, quando (e cosa) comprare. Quando vendere, il *sell*, non ottiene molta attenzione. Forse perché è più difficile.

Il fatto è che la matematica è impietosa: per recuperare una perdita del 10% ci vuole un guadagno dell'11%; per far pari dopo un -30 ci vuole un +43; una perdita del -50 richiede un +100% per riveder la luce. Poi si passa al surreale: se perdi l'80% devi sperare che il titolo risalga del 400% e allora riavrà il capitale iniziale. Un'ipotesi surreale, appunto.

Per evitare disastri e cercar di guadagnare ci sono, a mio parere, tre possibilità:

1 – Affidarsi alla gestione professionale dei gestori di fondi, che diversificano, decorrelano, analizzano, leggono il Sole 24 Ore e selezionano i migliori titoli, coadiuvati dalle raffinate tecniche di asset management, risk management, Modern Portfolio Theory (quella con tutti gli indicatori chic tipo Var, sharpe, indice di Sortino e Ciclamino...). Tutte cose che, nel 2008, si sono rivelate efficienti e infallibili.

2 – Affidarsi a un guru che sa il fatto suo. Nel caso, mi permetto di suggerire i F.lli Boscoli, che essendo clienti-guru hanno una sensibilità e una sintonia particolare con i desideri dell'investitore. Concetti come: "Compro solo quando si vede che sale" o "Appena si vede chiaramente che sta per scendere, vendo subito", sono la base della loro filosofia. Nel tempo, le loro tecniche sono divenute assai sofisticate. Ne cito qui solo alcune, invitandovi a contattarli: "Dopo aver guadagnato quanto basta vendo, così, appena scende ricompro"; "Bisogna investire molto sui titoli che guadagneranno molto e investire poco su quelli che guadagneranno poco. Investire su titoli che perderanno è fortemente sconsigliato"; "Il timing è tutto: scegliete sempre il momento giusto per comprare. Se vedete che è sbagliato, aspettate"...

3 – La terza alternativa è quella di usare la tecnica artigianale del *trailing stop*, l'unica che io conosca che consente di non vendere troppo presto quando si è in guadagno e non vendere troppo tardi se si è in perdita. Certo, non è perfetta, ma la preferisco alle alternative precedenti. In pratica si tratta di impostare una banda di oscillazione che segue l'andamento del titolo, e al di sotto della quale si vende. L'oscillazione che empiricamente sembra funzionare meglio è il 25%. Non troppo ampia per perdite irreparabili (ammesso che l'entità - *size* - della posizione sia corretta, e lo vedremo dopo), né troppo stretta da farmi uscire troppo presto in caso di un po' di volatilità.

La regola è: vendo quando il prezzo è sceso del 25% rispetto al picco massimo raggiunto.

Esempio: se compro un titolo a 100 che poi sale a 118, il mio livello di uscita (stop) sarà a 88,5 (118-25%). Il che significa che se il titolo prendesse a scendere di brutto, la mia perdita massima sarà di 11,5 (100-88,5).

Se invece il prezzo sale ancora, lo stop lo segue (*trail*, da lì *trailing stop*). Così, a 140 lo stop si alza fino a 105 (140-25%= 140-35= 105). E via così. Chiaramente, se il titolo comprato a 100 scendesse e basta, il livello di uscita (*stop loss*) rimane fermo al 25% sotto, cioè 75. Una regola non facile da seguire, ma che - garantito - consente di evitare i disastri.

A patto che si rispetti un'altra regola fondamentale: la *size* della posizione, cioè il peso di un investimento rispetto al totale del portafoglio. Peso che deve essere... giusto. Ovvero adatto a ciascuno di noi. *Sleeping level* rende meglio l'idea: l'ammontare investito dev'essere tale da non far perdere il sonno la notte. Anche

quando ci sono le turbolenze. Questo concetto è fondamentale, perché troppo spesso posizioni eccessive portano a danni irreparabili, oppure fanno perdere potenziali guadagni, quando si vende troppo presto, ansiosi di fuggire. Oppure, si diversifica eccessivamente con posizioni talmente piccole da avere un impatto insignificante sul totale del portafoglio anche quando vanno benissimo.

Tornando al trailing stop, la banda di oscillazione non deve essere *sempre* del 25%. E qui si va un po' sul discrezionale. Il 25% è la regola generale, ma poi ci sono le variazioni. Ad esempio, nel portafoglio, le posizioni in oro non hanno nessun livello di uscita preimpostato, perché se per caso scendessero del 25%, invece di scappare ne comprerei ancora. Al fondo Templeton, che è obbligazionario, ho inserito uno stop più stretto: l'11%. Un livello che, se anche venisse toccato, mi farebbe uscire dalla posizione con un guadagno del 10% in un anno. Che per un obbligazione mi parrebbe soddisfacente.

Riepilogando, la regola generale è:

- Non permettere a una piccola perdita di trasformarsi in un disastro;
- Lasciare che i guadagni corrano;
- Rispettare sempre lo sleeping level per ogni posizione.

Al resto pensano i F.lli Boscoli.

Avrete notato che nell'articolo si cita l'altro elemento secondo me fondamentale: la *size*, cioè la dimensione, o meglio: il peso dell'investimento sul totale del portafoglio. Anche qui posso dare indicazioni generali, ma secondo me importanti.

Prima di tutto la regola fondamentale è che un singolo investimento azionario non dovrebbe superare il 4-5% del portafoglio: se le cose vanno male, i danni non saranno irreparabili. D'altronde però è praticamente inutile fare un investimento che pesa - diciamo - lo 0,2% del portafoglio: anche se raddoppia, quasi non me ne accorgo. Allora bisogna che ognuno si regoli.

Per quanto riguarda i bond, la posizione può avere un peso maggiore. Sempre ricordando che sono strumenti che possono oscillare sensibilmente. Mi preoccupa vedere in giro tanta rilassatezza visti i buoni risultati (passati) di quei fondi.

E il gold? Mi ripeto: cash & gold sono la base, noiosa, monotona, banale. Posso solo aggiungere (e ripetere) che a mio parere il 15-20% di gold (con una spruzzatina di silver) è un buon punto di... partenza.

Quello che vorrei sottolineare è che in questo mercato soporifero che sale e salicchia e sembra tranquillo, bisogna essere vigili e **prudenti**.

Anche quando c'è un **BUY** (il segnale che indica che secondo me il titolo è acquistabile anche ora) accanto a un titolo azionario dei portafogli, per favore, approcciatelo con... moderazione. Se la scuola di pensiero n. 2 di cui sopra (quella del rallentamento deflattivo) avesse ragione, potrebbe scendere *tutto*. E avere il cash sarebbe una benedizione.

Ora, visto che siamo nei giorni del Thanksgiving dove negli Usa si fa la festa ai tacchini, concludo con un brano di un libro la cui lettura mi sentirei di suggerire (conosco piuttosto bene l'autore, date un'occhiata su www.siamofritti.biz). Spero possa essere utile come spunto di riflessione per scenari prossimi venturi.

Vi saluto qui, dal piano terra della finanza. Buon proseguimento di lettura.

Giuseppe Cloza

(da *Siamo Fritti*, Rizzoli)

I MERCATI EFFICIENTI

Le teorie finanziarie, quelle insegnate nelle business school, sono fundamentalmente sbagliate.

Benoit Mandelbrot

Follia è continuare a ripetere la stessa cosa aspettandosi risultati diversi.

Einstein

Anche un gatto morto rimbalza se precipita da un'altezza sufficiente.

Affermazione di un operatore di Borsa durante il crollo del 1987

Gli sviluppi delle scorse settimane hanno mostrato in modo piuttosto chiaro che i mercati non funzionano in maniera efficiente. Le cose stanno andando fuori controllo e sono potenzialmente pericolose per la società. Solo una 'fratellanza' di alti sacerdoti legati alla finanza parla ancora di mercati efficienti...

Il mercato non sta andando verso l'equilibrio. Sta precipitando nel caos.

Paul Woolley,

Il sogno di tutti gli operatori finanziari è quello di ridurre il rischio e riuscire a prevederlo. Così si può guadagnare in tutta tranquillità. Per fare questo sono stati inventati dei modellini statistici con formule molto eleganti, che cercano di incasellare

tutte le variabili che scorrazzano per i mercati. Sono davvero carine a vedersi queste formuline, che a volte i gli inventori vincono anche il Nobel per l'economia.

Funziona più o meno così:

dimmi quanto vuoi guadagnare e ti dirò in anticipo quanto devi rischiare per arrivarci. Oppure, dimmi quanto sei disposto a rischiare e ti dirò (con una probabilità statistica del 95%) quanto potrai guadagnare da qui a 5 anni.

Bisogna ammettere che è una cosa affascinante. Poter sapere in anticipo qual è il rischio massimo che si corre quando si fa un investimento è un'illusione fantastica. Se poi la sommo all'illusione di poter annullare il rischio grazie all'utilizzo dei derivati, ho ottenuto una sorta di sacro graal: so quanto guadagnerò e so che non perderò. Dev'essere per questo che praticamente tutta la gestione finanziaria planetaria si basa in un modo o nell'altro su queste formule oniriche.

Hanno iniziato negli anni '50 i grandi accademici a cimentarsi nella ricerca del Graal. Tentativi sacrosanti, per carità, che hanno portato a teorie dai nomi fascinosi: Efficient Market Hypotesis, Modern Portfolio Theory, Capital Asset Pricing Model... tutte cose di altissimo livello con un solo problema: quello di essere teorie basate su modelli statistici e formule matematiche. O, se si preferisce: tutte cose artificiali da calare in un mondo vivo il cui stato naturale è invece piuttosto selvatico e imperscrutabile, come quello dei mercati finanziari. O meglio: le equazioni cercano di ingabbiare i mercati con la stessa probabilità di successo che avrebbe una gabbietta da canarini con uno squalo bianco incacchiato. Beh, agli accademici questo non sembra un problema. Loro ragionano così: "Grazie al nostro modello statistico matematico possiamo creare un portafoglio di investimenti efficiente in grado di massimizzare il rendimento atteso dato il rischio di perdita che si intende sopportare...". Bello vero? Così i consulenti di turno possono presentarsi dai clienti dicendo: "Mi dica quanto è disposto a rischiare e le dirò in anticipo quanto può guadagnare. Il nostro è un sistema infallibile: ci hanno vinto anche il Nobel". E la gente cade in brodo di giuggiole. Dev'essere per questo che abbiamo qui consulenti di successo, nonostante, come dice il proverbio:

"Wall Street è l'unico posto dove la gente arriva in Rolls Royce per chiedere consiglio a chi viaggia in metropolitana".

La Bella Figheira stava diventando rossa. Prima o poi sarebbe esplosa, ma se si fosse trattenuta ancora a lungo le avrebbe fatto male alla salute. Così decisi di darle una mano: la salute prima di tutto.

Il problema è che per creare queste formule previsionali in grado di dirci quale sia il portafoglio efficiente per il nostro futuro, gli accademici usano degli input a dir poco fantasiosi. Ad esempio si parte dal presupposto che nel mercato tutti gli operatori abbiano dei comportamenti razionali, che nessun soggetto possa condizionare il prezzo di un titolo con le proprie operazioni; che tutti gli investitori hanno lo stesso orizzonte temporale; che tutti hanno avversione per il rischio, che la probabilità degli eventi di verificarsi sia distribuita statisticamente in modo uniforme ed ordinato, dove gli eventi considerati improbabili vengono praticamente esclusi dal calcolo... È un po' come se avessero trovato la formula magica in laboratorio stabilendo arbitrariamente delle regole per gli esperimenti e scegliendo poi solo quelle regole che danno luogo alla formula più bella. Per dirla con una frase cara ai nostri ospiti precedenti è una sorta di *senno di poi* applicato al *prima*. Un successo garantito.

Prendete l'ultima cosa: la probabilità degli eventi (e quindi la probabilità di ottenere un certo rendimento). Gli accademici stabiliscono che se una cosa statisticamente si è verificata raramente (o addirittura mai) in passato, la si può praticamente ignorare. Sarebbe come se un tacchino, ingozzato tutti i giorni in vista del Thanksgiving, pensasse: "Che bella vita, qui si mangia e si dorme e non succede mai niente di male, cosa mai potrebbe andarmi storto?" Dopo 364 giorni di questa vita le sue previsioni per un futuro roseo sono fondate su una solida base statistica, più o meno come i modelli di cui sopra. Solo che al 365° giorno lo decapitano e chissà se fa in tempo a pensare: "Chi l'avrebbe mai detto".⁸

Oh, a proposito, il mercato dei derivati è in buona parte ancora basato fondamentalmente su principi come quello del tacchino, dove i movimenti di prezzo si suppone seguano un andamento statistico prevedibile (detto *bell curve* o Gaussiana).

Bisogna dire che alcuni accademici negli ultimi anni hanno tentato di "ribellarsi" a questi scenari di fatine, unicorni ed equazioni: sociologi, psicologi, biologi e i pionieri della cosiddetta finanza comportamentale, hanno dimostrato se ce ne fosse bisogno che i comportamenti dei soggetti che effettuano gli investimenti (e che quindi costituiscono il Mercato) sono spesso irrazionali, smontando così le fondamenta delle teorie di cui sopra. E geni matematici come Benoît Mandelbrot hanno dimostrato che i mercati sono tutt'altro che efficienti e anzi hanno il vizio di eccedere con boom e crolli distruttivi.

⁸ Per questa e altre amene vicende vedi Nassim Nicholas Taleb "Il cigno nero".

Tutto questo sarebbe rimasto relegato a un dibattito fra studiosi se non fosse che alcuni fautori delle formule eleganti, a un certo punto, hanno deciso di uscire dai laboratori e mettere in pratica le loro infallibili teorie. Così è nato nel 1994 il mega hedge fund Long Term Capital Management (LtcM), gestito fra gli altri da un paio di Nobel per l'economia le cui scoperte sono tuttora alla base di molte tecniche di gestione dei risparmi⁹.

*"Per valutare il rischio dei loro investimenti e il loro portafoglio complessivo, queste persone di esperienza, intelligenti e di successo, si avvalevano di alcuni principi di base che la gran parte degli investitori individuali oggigiorno viene incoraggiata a usare, ossia strumenti come i rendimenti attesi, le deviazioni standard e i coefficienti di correlazione. Sulla base di questa metrica, il loro portafoglio era solido come una roccia".*¹⁰

Come forse qualcuno ricorderà, dopo un paio di anni di successi strepitosi del fondo grazie anche all'utilizzo di un leverage pazzesco¹¹, nel 1997 i due economisti vennero insigniti del prestigioso premio con la seguente motivazione: "Per un nuovo metodo di determinare il valore dei derivati"¹². Che certamente in teoria funzionava benissimo. In pratica un po' meno, infatti un anno dopo il fondo implose perdendo praticamente tutto, cioè circa 4,5 miliardi di dollari. Chi l'avrebbe mai detto. Non fallì solo perché la Federal Reserve organizzò un salvataggio in extremis. Motivo? Semplice: le banche di mezzo mondo avevano investito nel fondo dei Nobel. Compresa la Banca d'Italia, tramite l'Ufficio Italiano Cambi, il severo custode delle riserve valutarie del paese, che vi aveva investito qualche centinaio di milioni di dollari.¹³

Qualcuno potrebbe pensare che dopo un'esperienza del genere tutte le teorie dei Nobel siano state messe in discussione. Certo che no. Tutto in pratica è rimasto come prima. Probabilmente è troppo comodo avere queste formule preconfezionate

⁹ Robert C. Merton e Myron Scholes, padre della mitica formula di Black & Scholes su cui ancora oggi si basano le valutazioni dei derivati. Non mancava nella squadra anche un autorevole ex vice presidente della Federal Reserve, David Mullins.

¹⁰ Harry S. Dent, Jr., La grande depressione del XXI secolo, Gribaudo, 2009, pag. 303

¹¹ Grazie alla leva, l'indebitamento, i derivati e le controparti incrociate, il fondo, con un capitale di 4,7 miliardi di dollari era esposto per oltre 1.200 (1,2 trilioni).

¹² http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1997/

¹³ http://archiviostorico.corriere.it/1998/ottobre/02/Cosi_Ufficio_italiano_cambi_cadde_co_0_9810022938.shtml

per azzardarsi a metterle in discussione. Anche perché sennò quelle come lei – mi rivolsi alla Figheira – non saprebbero cosa raccontare ai clien...

“Questo è TROPPO! Lei è un arrogante presuntuoso che prova un gusto perverso a smantellare anni di studi seri e autorevoli...”

Finalmente era esplosa. Sbraitò ancora un po' sempre più sfigurata. La feci prima sgonfiare.

La ringrazio per avermi ricordato che l'arroganza è un rischio sempre presente e perderlo di vista è pericoloso. Nel frattempo mi faccio un punto d'impegno di cercare di smontare quelli che, come certi medici naif, prescrivono cure totalmente sballate ai pazienti. Lei non ha neanche una vaga idea di cosa sta facendo. Per questo, forse, ha un certo successo. Niente di nuovo, mi spiace non è neanche innovativa. Come diceva Mark Twain tanti, tanti anni fa:

In questa vita occorrono solo ignoranza e fiducia in se stessi, dopodiché il successo è assicurato.

Lei in pratica si fida dei Nobel e delle loro formule che hanno infettato i mercati globali. Come il VaR (value at risk), l'apoteosi di 50 anni di equazioncine, il modello sviluppato negli anni '80 dalle teste d'uovo di Wall Street in base al quale (grazie a concetti come i mercati efficienti e alla distribuzione gaussiana del rischio) sarebbe possibile misurare il rischio che si sta correndo con un determinato portafoglio. Un modello affascinante, già usato dal fondo LtcM, con i risultati di cui sopra. Risultati a cui hanno contribuito anche l'eccesso di leverage e l'uso di effettuare le transazioni in mercati over the counter. Proprio come fanno le banche oggi. Oops...

È la falsa sicurezza generata da quei grovigli di equazioni incomprensibili che ha portato agli eccessi esplosi nella crisi del 2008. Le banche si sentono sicure a usare i derivati e il leverage per massimizzare i profitti “annullando” i rischi; le agenzie di rating sparano giudizi basati sui calcoli fatti dal tacchino all'ingrasso; gli organi di vigilanza e le banche centrali pensano di vigilare, ma in realtà ne capiscono poco anche loro di tutta quella roba. In pratica quindi i regulators hanno consentito alle banche di autoregolamentarsi. E le banche hanno creato un sistema di entità e veicoli di investimento fuori bilancio (off-balance), una sistema parallelo “ombra” detto appunto “shadow banking system”, grande quanto il sistema ufficiale, ma non regolamentato. Per dirla con uno molto più esperto di me e di lei:

*"Usare il VaR per gestire il rischio è come guidare una macchina a 180 kmh con il contaghiometri bloccato sui 90. I regulators, seduti dietro, ogni tanto danno un'occhiata, vedono 90 e tornano a dormire."*¹⁴

Così, una volta che son tutti tranquilli grazie alle formule computerizzate che "controllano" il rischio, rimangono ovviamente tutti impietriti quando si aprono le voragini nei conti, i prezzi dei titoli si accartocciano e il terremoto finanziario si propaga in un baleno. E, osservando eventi catastrofici che i calcoli del VaR davano come statisticamente possibili fra non prima di mille anni... indovinate allora cosa mormorano? Chi l'avrebbe mai...

© 2010-2012 Bassa Finanza

Le informazioni pubblicate non devono essere considerate una "sollecitazione al pubblico risparmio" né una promozione di alcuna forma di investimento né "raccomandazioni personalizzate" ai sensi del Testo Unico della Finanza, trattandosi unicamente di informazioni standardizzate rivolte ad un pubblico indistinto (cfr. art 69, comma 1, punto c, Regolamento Emittenti Consob e Considerando n.79 della direttiva Mifid 2006/73/CE) al fine di offrire un mero supporto informativo e decisionale agli utenti e agli abbonati mediante l'elaborazione di un flusso informativo di dati, notizie, ricerche e analisi. Proprio perché le raccomandazioni fornite non possono intendersi personalizzate rispetto alle caratteristiche del singolo utente, potrebbero non essere adeguate rispetto alle conoscenze ed esperienze, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento del singolo utente, che infatti non sono stati presi in considerazione e valutati

¹⁴ James Rickards – Currency Wars, Portfolio/Penguin, 2011, pag. 193